

食品饮料行业

推荐 (首次)

证券分析师

解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

文献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

中炬高新(600872)

调味品主业表现优异，地产低于预期

事项：近期我们调研了中炬高新，与公司相关人员进行了交流，主要观点如下：

- **副业逐步剥离，未来专注于“调味品”+“地产”。**作为一家投资型企业，多元化经营一直是公司的特色之一，但同时也给业务前景带来了较大的不确定性。近两年来，公司开始逐步剥离业务前景不明朗的电池业务，也放缓了在汽配精工领域的投资步伐：截止 2012 年底，电池业务已经基本剥离完毕；中炬精工也实现了盈亏平衡，未来将维持现有规模平稳发展。未来，公司将集中精力做好调味品和房地产两大主业。
- **调味品业务稳健增长。**调味品业务由全资子公司美味鲜负责运营，美味鲜旗下拥有两大品牌：“厨帮”系列和“美味鲜”系列；美味鲜是中低端品牌，厨帮定位更高端。未来调味品的发展重点是酱油和鸡粉，鸡粉这几年增长比较快。目前调味品的主要区域是广东、浙江、福建、广西、海南等省，沿海分布；未来主要的开拓方向是东北市场和中部区域的江西、安徽等。分渠道来看，约 30%是“餐饮+商超”，70%是大流通市场，未来会加大商超和餐饮渠道的开拓力度。预计 2012 全年调味品业务将实现 20%左右的增长。展望 2013 年，调味品业务仍有望保持 15%的收入增速，驱动力来自于：1、厨帮占比提升带来的产品结构优化，均价提升；2、重点区域的渠道下沉和新区域的拓展。
- **地产开发进度低于预期。**地产业务由控股 79%的子公司中汇合创运营，储备建筑面积 160 万平，位于中山高铁站附近，新规划的“岐江新城”核心区域，估算该项目总利润接近 20 亿元。但是 2012 年销售进度低于预期，主要原因是公司在推产品为均价高达 12000 万元/平的别墅，超过中山市限价令的上限，导致销售受阻。公司已经主动做出调整，2013 上半年会推出 9 万平的高层，均价 4000-5000 元/平，预计 2013 年地产销售额在 3 亿左右。尽管进度低于预期，但汇景项目所在区域升值潜力大，地产业务有望在 2013 年重回正轨。按照 15 年的开发速度（2011 年起）进行估算，公司地产项目 2013 年底的 NAV 值约为 11 亿元。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**预计公司未来三年营收 CAGR 为 12%，净利润 CAGR 为 21%，2012-2014 年 EPS 分别为 0.16、0.23 和 0.29 元，同比分别增-1%、40%和 29%，最新收盘价对应的 PE 分别为 30、22 和 17 倍；分部来看，2013 年调味品贡献 EPS 为 0.18 元；地产为 0.03 元；其它 0.02 元。未来，公司调味品业务利润仍有望保持 20%左右的稳定增长，而房地产业务也将在 2013 年重回正轨。首次覆盖，给予“推荐”评级。潜在催化剂包括：海天和珠江桥成功上市、地产销售大幅增加、新三板加速推进等。
- **风险提示。**地产项目推盘时间低于预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,735	1,696	2,058	2,454	净利润	122	121	169	218
YoY	35.8%	-2.3%	21.4%	19.2%	折旧摊销	58	78	75	79
营业成本	1,251	1,193	1,423	1,680	营运资金投资	172	-202	-25	-240
毛利率	27.9%	29.6%	30.9%	31.5%	经营活动现金净流量	131	-162	264	104
营业税金及附加	19	19	21	26	资本开支	-37	-70	-92	-90
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-68	-70	-92	-90
销售费用	144	156	189	226	债务融资	-175	0	0	0
管理费用	163	161	196	233	股权融资	0	0	0	0
财务费用	26	27	28	27	支付红利	0	0	0	0
投资净收益	12	14	16	18	融资活动现金净流量	-95	106	-27	-28
营业利润	140	150	215	276	当年现金净流量	169	-259	145	-13
加: 营业外收入	14	1	1	1					
减: 营业外支出	4	4	4	4					
利润总额	150	148	212	274	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	28	27	43	56	货币资金	442	183	328	315
净利润	122	121	169	218	应收款项	60	60	72	87
减: 少数股东损益	-8	-8	-11	-15	预付款项	141	192	195	250
归属母公司所有者净利润	130	129	180	232	存货	1,081	1,149	1,300	1,577
YoY	32.8%	-1.3%	39.9%	28.8%	其他流动资产	109	59	100	102
销售净利率	7.1%	7.1%	8.2%	8.9%	流动资产合计	1,831	1,644	1,995	2,331
EPS (当年股本)	0.16	0.16	0.23	0.29	长期股权投资	91	91	91	91
EPS (最新股本摊薄)	0.16	0.16	0.23	0.29	固定资产	646	639	653	665
					无形资产	61	63	63	63
					其他非流动资产	601	599	602	599
					非流动资产合计	1,400	1,392	1,409	1,419
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	3,231	3,035	3,403	3,750
估值					短期借款	86	86	86	86
PE	29.9	30.3	21.6	16.8	应付款项	207	247	265	330
PEG	1.4	0.9	0.8	0.6	预收款项	177	128	183	202
PB	2.1	2.0	1.8	1.6	应付股利	0	-182	-182	-182
PS	2.2	2.3	1.9	1.6	其他流动负债	567	443	570	615
EV/EBITDA	18.6	16.3	13.1	10.8	流动负债合计	1,038	723	922	1,051
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	长期借款	144	144	144	144
经营回报率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	应付债券	0	0	0	0
ROE	7.4%	6.8%	8.8%	10.3%	其他非流动负债	1	1	1	1
ROA	4.2%	4.4%	5.9%	6.6%	非流动负债合计	145	145	145	145
资本结构及偿债能力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债合计	1,183	868	1,067	1,196
资产负债率	36.6%	28.6%	31.3%	31.9%	归属母公司所有者权益	1,823	1,951	2,131	2,364
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7	其中: 实收资本	797	797	797	797
运营效率	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	224	216	205	191
存货周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	股东权益合计	2,047	2,167	2,337	2,554
流动资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	负债及股东权益总计	3,231	3,035	3,403	3,750
固定资产周转率	3.1	2.6	3.2	3.7					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257